

4. Борисов А.Н. Структурное построение инвестиционно-инновационного развития предприятий / А.Н. Борисов, Б.А. Безруков // Социально-экономические явления и процессы. 2009. № 4. С. 13-15.

5. Безрукова Т.А. Выбор форм хозяйствования при создании малых предприятий с учетом особенностей их жизненных циклов / Т.А. Безрукова, С.С. Морковина, Е.А. Панявина // Вестник Московского государственного университета леса - Лесной вестник. 2008. № 5. С. 61-65.

Стаття надійшла: 27.12.2012 р.

Рецензент: д.е.н., проф. Дмитрієв І.А.



УДК 330.142.21.042

## ВИЗНАЧЕННЯ ФАКТОРІВ, ЩО ВПЛИВАЮТЬ НА ПРИВАБЛИВІСТЬ ЗЛИТТІВ І ПОГЛИНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ З МЕТОЮ ОТРИМАННЯ СИНЕРГЕТИЧНОГО ЕФЕКТУ ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ

Горовий Д.А., канд. екон. наук, доцент

Харківський національний автомобільно-дорожній університет

**Анотація.** Метою статті є визначення факторів, які в реаліях економіки України більш за все впливають на імовірність укладання угоди М&А з метою отримання синергетичного ефекту вартості капіталу. Визначено, що однією з головних цілей угод «злиття-поглинання» стає збільшення вартості новоутвореного підприємства завдяки синергетичному ефекту вартості капіталу. В попередніх роботах автора було доведено, що головним складником при цьому постає віртуальний капітал – усі нематеріальні здобутки сучасного підприємства.

У даній роботі розглядаються як безпосередні умови укладання угоди «злиття-поглинання» – залучення фінансового або стратегічного інвестора, так і визначення факторів, які визначають імовірність настання такої події. Безпосереднє визначення факторів проводилося за допомогою методу контент-аналізу економічної літератури, публікацій у періодичному друці та інформаційних ресурсів мережі інтернет. Також у роботі проведено порівняння з факторами, визначеними автором разом з В. Нестеренко у дослідженні настання імовірності рейдерського захоплення підприємства. Проведено порівняння цих факторів та визначено їх спільність та відмінність.

**Ключові слова:** синергетичний ефект, злиття-поглинання, капітал, оцінка вартості, віртуальний капітал.

**Постановка проблеми.** Приєднавши об'єкт М&А з належними йому активами, інвестор має можливість за рахунок синергетичного ефекту створити певну додаткову вартість, яка забезпечить йому позитивний економічний ефект від злиття (поглинання). Проте виникає питання, а які саме підприємства – об'єкти М&А будуть вигідними з точки зору майбутнього зростання вартості нового підприємства. Особливо гостро стає це питання постає, якщо синергетичний ефект постає на основі поєднання двох або більше видів віртуального капіталу, якими володіли різні підприємства, що тепер об'єднуються. Вже згадувалося [1], що така «гримуча суміш» може дати як синергетичний, так і енергетичний (анти синергетичний) ефект.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Так, [2] зазначає, що «вартість придбання об'єкта М&А – це результат переговорного процесу, який є своєрідним інформаційним поєдинком між двома противниками – продавцем та покупцем. Перемогу в такому поєдинку, тобто позитивний економічний ефект, здобуде та сторона, яка найточніше ідентифікує свої можливості та можливості противника. Проте, привабливість М&А заключається ще й у тому, що вигравши від угоди, за певних умов, можуть отримати навіть обидві сторони».

При цьому фактична ціна угоди М&А залежить не лише від «торгів» покупця з продавцем, а саме від мети покупця. Адже, якщо він є фінансовим інвестором, який купує готовий бізнес, то у нього немає мети «привносити в нього додану вартість через застосування власних факторів виробництва (капіталу, підприємницького таланту тощо)» [2]. Тобто синергетичний ефект такої угоди прагне до «0». Головною метою

фінансового інвестора є майбутній перепродаж частки (наприклад, придбаного НМА) або всього майнового комплексу в цілому. Прикладом такої угоди в Україні може слугувати придбання ПАТ «Укртелеком» спочатку австрійською групою EPIC з подальшим перепродажем групі компаній SKM [3].

Зовсім іншою має бути ситуація, якщо угоду M&A ініціює стратегічний інвестор. Адже «на відміну від фінансового інвестора, інвестор стратегічний придбає об'єкт M&A з метою включення його до своєї бізнесової структури. Поєднавши об'єкт M&A з уже належними йому активами, стратегічний інвестор має можливість за рахунок синергетичного ефекту створити певну додаткову вартість, яка забезпечить йому позитивний економічний ефект від злиття (поглинання). Відповідно, такий інвестор може мати економічно-обґрунтовану мотивацію заплатити за об'єкт угоди ціну, що перевищує його ринкову вартість для фінансового інвестора» [2].

Прикладом придбання віртуального капіталу за такою угодою є придбання компанією Microsoft ліцензії на використання, модернізацію та продаж бази даних FoxPro разом з колективом розробників у компанії Fox Software в 1992 році [4]. В подальшому розробки колективу програмістів FoxPro допомогли вдосконалити та розвинути власну розробку Microsoft – бази даних Access з поступовою міграцією користувачів з Visual FoxPro на Microsoft Access. В Україні прикладом такої угоди є придбання швейцарською компанією Nestlé S.A. торговельної марки «Мівіна» разом з її володарем ТОВ «Техноком». За прес-релізом компанії «Інтеграція широкого асортименту кулінарної продукції ТМ «Мівіна» в портфоліо Nestlé зміцнить курс компанії на виробництво продуктів економ-класу – споживач отримає продукти харчування високої якості за доступною ціною» [5].

При такій угоді максимальна її ціна реально «визначається обсягом економічних вигод, які здатен отримати від угоди конкретний інвестор. Чим більшого синергетичного ефекту очікує інвестор, тим більші витрати він може понести на придбання бізнес-одиниці, яка його цікавить... така максимальна ціна може бути ідентифікована як сума ринкової вартості та максимальної синергетичної вартості» [2].

**Невирішені складові загальної проблеми.** Проте в ринкових реаліях української економіки, коли реальна ціна об'єкта поглинання може значно варіюватися залежно від значної кількості позаринкових факторів (політичні, географічні, природні, іміджеві тощо), більш важливою є визначення не ціни, а саме імовірності укладання угоди M&A з метою отримання синергетичного ефекту вартості капіталу.

**Формулювання цілей статті.** Метою статті є визначення факторів, які в реаліях економіки України більш за все впливають на імовірність укладання угоди M&A з метою отримання синергетичного ефекту вартості капіталу.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Для розрахунку перспектив таких об'єднань, а головне для визначення привабливого об'єкта поглинання слід застосувати методику, подібну до методики, розробленої автором разом з В. Нестеренко [6,7,8] щодо рекомендацій з оцінки ризику рейдерського захоплення підприємства.

Але незважаючи на те, що рейдерське захоплення є частковим випадком угод «злиття-поглинання», говорити про повну тотожність факторів, що впливають на імовірність настання цих подій, неможна. Крім того, слід зауважити, що у цьому дослідженні наголос робиться на визначенні імовірності настання саме «злиття-поглинання» з метою отримання синергетичного ефекту від поєднання віртуальних капіталів. А це обумовлює наявність деяких інших факторів впливу, відмінних від вказаних у попередньому дослідженні [7]. Крім того, ця тема є ще менш дослідженою ніж попередня. Тому, якщо у попередньому дослідженні автори використовували метод контент-аналізу для визначення факторів на основі економічної літератури та публікацій у періодичному друці [9-18], то у цьому випадку метод контент-аналізу буде поширюватися і на інформаційні ресурси мережі інтернет. Особливо на сайти новин [19-21], сайти, пов'язані з економічною аналітикою [22-25] та ті, що спеціалізуються на питаннях злиття-поглинання [26-28].

Використання саме методу контент-аналізу обумовлене тим, що він є одним з найкращих та найпростіших методів кількісного та, головне, якісного аналізу документів за підрахунком частоти згадування певних ознак досліджуваних явищ, оскільки саме кількісні характеристики дають можливість зробити висновок про якісні характеристики [29].

В результаті проведеного контент-аналізу були виявлені ключові слова та фактори, які частіше за зустрічаються у літературі та у мережі інтернет в питаннях «злиття-поглинання» з метою отримання синергетичного ефекту. Цей перелік частково співпадає з тим, що був виявлений при визначенні факторів ризику рейдерського захоплення підприємства, проте має і певні відміни. Результати порівняння контент-аналізів двох досліджень наведені у табл. 1.

Таблиця 1 – Результати порівняння контент-аналізів досліджень імовірності рейдерського захоплення підприємства та імовірності укладання угоди «злиття-поглинання» з метою отримання синергетичного ефекту вартості капіталу

Ключове слово/ словосполучення	Фактор ризику рейдерського захоплення	Фактор імовірності укладання угоди «злиття-поглинання»
1	2	3
Торгова марка (бренд)		Володіння підприємством – об'єктом поглинання унікальними видами віртуального капіталу
Майнові права		
Надходження інформації		
Преференції (матеріальні та нематеріальні)		
Колектив підприємства		
Суспільний резонанс		
ЗМІ	Незначна популярність підприємства для пересічного громадянина	Певна відомість (популярність) підприємства
Розголос		
Громадськість		
Відомість торговельної марки (бренду)		
Збільшення вартості підприємства		
Прибутковість	Потенційна фінансова привабливість підприємства	Потенційна фінансова привабливість підприємства
Дивіденди		
Капіталізація активів		
Рентабельність		
Довгострокові договори		
Привабливість бізнесу	Можливість стабільної роботи підприємства	Можливість стабільної роботи підприємства
Прибуткові контракти		
Джерело прибутку		
Монополіст		
Великий сегмент ринку		
Масовий споживач	Підприємство монополіст або втримує певний сегмент ринку	Значна ринкова частка підприємства (праця на багатьох ринках, монопольний стан на певному ринку тощо)
Один на ринку		
Відсутність конкурентів		
Власність підприємства		
Активи підприємства	Можливість перепродажу підприємства	Можливість перепродажу підприємства
Перепродаж активів		
Посередник у перепродажу		
Міноритарії		
Чисельність акціонерів	Кількість акціонерів на підприємстві	
Контрольний пакет		
Збори акціонерів		
Змова		

Так, наприклад, у даному дослідженні, навпаки, більш важливою є популярність підприємства. Адже, якщо при рейдерському захопленні важливо замовчувати проблему, то при намаганні здобути синергетичний ефект віртуального капіталу публічний розголос є більш важливим. Тобто, має місце протилежний фактор. Також у нашому дослідженні не є важливим фактор «кількості акціонерів», який реально має сенс при намаганні рейдерського захоплення. Натомість, найважливішим фактором постає

безпосереднє володіння підприємством – об'єктом поглинання унікальними видами віртуального капіталу: відомою торговою маркою, правом власності на земельну ділянку або природний об'єкт (що є найбільш цікавим для поглинання в Україні на даний момент), унікальним колективом працівників, преференціями по роботі на певному ринку (фактор №2 для поглинання в Україні), доступом до інсайдерської інформації з державних установ тощо.

Висновки. Таким чином, контент-аналіз публікацій по заданій тематиці дозволив сформулювати наступні основні фактори, що впливають на імовірність укладання угоди «злиття-поглинання» з метою отримання синергетичного ефекту вартості капіталу, які за частотою згадування можна проранжувати саме у такій послідовності:

1) володіння підприємством – об'єктом поглинання унікальними видами віртуального капіталу.

2) певна популярність підприємства на ринку.

3) потенційна фінансова привабливість підприємства.

4) наявність можливості сталої роботи підприємства.

5) можливість подальшого перепродажу підприємства.

6) значна ринкова частка підприємства (праця на багатьох ринках, монопольний стан на певному ринку тощо).

### Література.

1. **Горовий Д.А.** Синергетичний ефект у формуванні віртуального капіталу підприємства / Д.А. Горовий // Проблеми і перспективи розвитку підприємництва: Збірник наукових праць. – Харків: ХНАДУ. – 2011. - №1(1) – С. 79-85

2. Слияния и поглощения: перспективы украинских стратегических инвесторов в условиях кризиса– [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.saleprice.com.ua/ru/pub/m&a\\_ukr\\_strategic\\_inv.html](http://www.saleprice.com.ua/ru/pub/m&a_ukr_strategic_inv.html)

3. Ахметов купил "Укртелеком" – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://censor.net.ua/news/243656/ahmetov\\_kupil\\_ukrtelekom](http://censor.net.ua/news/243656/ahmetov_kupil_ukrtelekom)

4. FoxPro – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ru.wikipedia.org/wiki/FoxPro>

5. NESTLÉ S.A. купує лідера кулінарного ринку України– [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nestle.ua/media/pressreleases/nestle%20sa>

6. **Горовий Д.А.** Оцінка ризику рейдерського захоплення підприємства / Д.А. Горовий, В.Ю. Нестеренко // Вісник Національного технічного університету "Харківський політехнічний інститут". Збірник наукових праць. Тематичний випуск: Технічний прогрес і ефективність виробництва. – Харків: НТУ "ХПІ". – 2009. - №5. – С. 26-34.

7. **Горовий Д.А.** Основні фактори, що впливають на настання ризику рейдерського захоплення підприємства / Д.А. Горовий, В.Ю. Нестеренко // Вісник Дніпропетровської державної фінансової академії. Науково-теоретичний журнал. – Дніпропетровськ: ДДФА. – 2007. – № 2(18). – С. 18-23.

8. **Горовий Д.А.** Розробка заходів з мінімізації ризику рейдерського захоплення підприємства / Д.А. Горовий, В.Ю. Нестеренко // Економіка транспортного комплексу: Збірник наукових праць. – Харків: ХНАДУ. – 2007. – Вип. 11 – С. 22-32.

9. **Авхачёв Ю. Б.** Международные слияния и поглощения компаний: новые возможности предприятий России по интеграции в мировое хозяйство / Ю. Б. Авхачёв– М.: Научная книга, 2005. – 246 с.

10. **Дамодаран А.** Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран– Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 1000 с.

11. **Коупленд Т.** Стоимость компаний: оценка и управление. / Т.Коупленд, Т.Колер, Дж.Муррин. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 344с.

12. **Гукова А. В.** Оценка бизнеса для менеджеров / А. В.Гукова, И. Д.Аникина – М.: Изд-во «Омега-А», 2006. – 420 с.

13. **Эванс Ф. Ч.** Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Фрэнк Ч.Эванс, Дэвид М. Бишоп– М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 386 с.

14. **Рудык Н. Б.** Методы защиты от враждебного поглощения: Уч. пос./ Н. Б. Рудык– М.: Дело, 2006. – 340 с.

15. **Валдайцев С. В.** Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Уч. пос. / С.В. Валдайцев– М.: ЮНИТИ, 2002. – С. 175.

16. **Фёдорова Е. С.** Оценка стоимости публичных компаний в процессе слияния на российском рынке // Е. С. Фёдорова / Финансовый менеджмент. – 2006. - № 6. – С. 46 – 55.

17. **Чекун И. Н.** Как финансировать поглощения в России / И. Н.Чекун, С. В Гвардин // Финансовый менеджмент. – 2006. - № 6. – С. 56 – 65.

18. **Ивашковская И.** Слияния и поглощения: ловушки роста / И.Ивашковская // Управление компанией. – 2004. - № 7. – С. 26 - 29.

19. [Expres.ua](http://expres.ua/) – [Електронний ресурс]. – Режим доступу:<http://expres.ua/>

20. [Gazeta.ua](http://gazeta.ua/) – [Електронний ресурс]. – Режим доступу:<http://gazeta.ua/>

21. Lenta-ua– [Електронний ресурс]. – Режим доступу:<http://lenta-ua.net/>
22. Власть денег– [Електронний ресурс]. – Режим доступу:<http://www.vd.net.ua/>
23. Эксперт– [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.expert.ua/>
24. Бизнес– [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.business.ua/>
25. Информационно-аналитическое агентство Advisers (ИА Advisers) – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.advisers.ru/](http://www.advisers.ru/)
26. Интернет-проект «Корпоративный менеджмент»– [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.cfin.ru/](http://www.cfin.ru/)
27. Первый Институт Корпоративного Права – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zahvat.ru/>
28. Forinsurer.com: Интернет-журнал о страховании. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://forinsurer.com/>.
29. Методологические и методические проблемы контент-анализа. Вып. 1-2. – М.: «Наука», 1973. – 150 с.

**Стаття надійшла:** 20.12.2012 р.  
**Рецензент:** д.е.н., проф. Дмитрієв І.А.

